

Формирование структуры капитала нефтегазовых компаний под влиянием развития корпоративных институтов

Глобализация экономических процессов привела к существенному усилению конкуренции на мировом рынке, что потребовало от промышленных предприятий России, являющихся основой народного хозяйства страны, принятия мер по повышению их конкурентоспособности не только для сохранения своего положения на рынке, но и для обеспечения дальнейшего стабильного роста.

Для достижения поставленной цели необходимо повышение эффективности управления имеющимися ресурсами, а также капиталовложения в новые перспективные инвестиционные проекты. Однако на сегодняшний день решение вышеуказанных задач затруднено и требует новых или адаптации существующих механизмов. Повышение эффективности управления промышленными предприятиями России сопряжено с проблемой дисциплинирования менеджмента и защиты интересов инвесторов, поскольку российская промышленность характеризуется преобладанием вертикально интегрированных структур с разделением собственности и контроля в большинстве рядовых компаний холдингов, а следовательно, требуется развитие корпоративных институтов, под которыми нами понимаются механизмы сокращения агентского конфликта и корпоративная интеграция. В то время как осуществление капиталовложений требует привлечения финансовых ресурсов из внешних источников в связи с недостаточностью собственных денежных средств в большинстве промышленных предприятий России, обеспечить приток инвестиций позволяет улучшение ряда финансово-экономических показателей, являющихся приоритетными для профессиональных инвесторов при выборе объекта вложений. Одними из основных среди них являются показатели структуры капитала, свидетельствующие об умении руководства компании использовать полученные средства.

С теоретической точки зрения решение задач повышения эффективности управления и осуществления капиталовложений взаимосвязано, а именно: развитие корпоративных институтов может напрямую способствовать притоку финансовых ресурсов в компанию для реализации инвестиционных проектов для обеспечения устойчивого роста компании. Это обусловлено тем, что создание внутри корпораций механизмов, снижающих оппортунизм менеджмента, обеспечивает защиту прав инвесторов, а корпоративная интеграция стала для базовых отраслей российской промышленности специфическим механизмом повышения конкурентоспособности на внутреннем и внешнем рынках.

Наличию и характеру описанных взаимосвязей корпоративных институтов и формирования структуры капитала российских компаний уделено в работах отечественных исследователей недостаточное внимание. Во многом это связано с информационными пробелами в отношении показателей эффективности функционирования российских предприятий, с краткосрочностью разрабатываемых ими стратегий и частой сменой приоритетов в развитии, чрезмерной турбулентностью внешней среды функционирования отраслей промышленности, что обусловлено институциональными преобразованиями в российской экономике. Существует также методологическая проблема выявления взаимосвязей элементов институциональной организации корпорации – отсутствие методического подхода к проведению исследования данного направления. В частности существует проблема несовершенства методических подходов к оценке качества корпоративных институтов, заключающаяся в отсутствии учета ими отраслевой специфики предприятий и особенностей внешней среды их функционирования.

В связи с этим, **целью** представленного **исследования** является оценка направления и характера влияния развития корпоративных институтов на показатели структуры капитала российских нефтегазовых компаний.

В силу информационной закрытости российских предприятий и их многочисленности в качестве **объекта исследования** влияния развития корпоративных институтов на структуру капитала были избраны компании в форме открытого акционерного общества (ОАО) и из одной отрасли. При этом, учитывая существенные межотраслевые различия в развитии корпоративных институтов и требования к формированию адекватной выборки, было отдано предпочтение моноотраслевой выборке.

Для выбора конкретной отрасли, подходящей на роль объекта исследования в изучаемой области, была выработана соответствующая методика, согласно которой объект данного эмпирического исследования должен удовлетворять ряду условий:

1) в отрасли должно быть достаточное для формирования репрезентативной выборки число компаний в форме ОАО;

2) отрасль в целом должна быть инвестиционно привлекательной;

3) компании данной отрасли должны:

 нуждаться в значительных финансовых вливаниях для осуществления своей деятельности, превышающих размеры собственных средств;

 обладать достаточным объемом денежных средств для развития корпоративных институтов;

 прибегать ко всем возможным источникам привлечения инвестиций, включая выпуск дополнительного количества акций;

 заниматься вопросами развития корпоративных институтов длительный период;

различаться по уровню развития корпоративных институтов.

Анализ отраслей российской экономики позволил сделать вывод о соответствии выработанным критериям только промышленных компаний России. Учитывая высокую неравномерность развития компаний внутри отдельных секторов промышленности, в качестве объекта исследования были избраны компании нефтегазового сектора.

Результатом исследования стало разделение выборки компаний на головные и дочерние и зависимые предприятия, задействованные в областях разведки нефтегазовых месторождений, добычи нефти и газа, газо- и нефтепереработки и сбыта продуктов, что позволило учесть влияние корпоративной интеграции.

Информационную базу исследования составили нормативные правовые акты Российской Федерации, статистические данные Федеральной службы государственной статистики, Министерства энергетики РФ, Федеральной таможенной службы, данные с корпоративных сайтов компаний нефтегазового сектора, материалы периодической печати и данные по промышленным компаниям из систем раскрытия информации об эмитентах, а именно баз СКРИН (www.skrin.ru) и СПАРК-Интерфакс (www.edisclosure.ru). Сформированная автором выборка исследования включает в себя 158 компаний нефтегазового сектора за период с 2000 по 2008 г.

В ходе работы были получены следующие результаты.

Проведенный **анализ развития корпоративных институтов** в нефтегазовой отрасли показал, что оно находится на невысоком уровне (3,32 балла из 10 в среднем за период), однако в течение анализируемого периода во всех группах наблюдался прогресс (с 2,88 в 2000 г. до 3,52 балла в 2008 г.). Наибольший прогресс наблюдается в раскрытии информации: компании публикуют годовой и ежеквартальные отчеты, создают собственных Internet-сайты, но редко публикуют отчетность по МСФО, что препятствует притоку иностранных инвестиций. В дивидендной политике существенных изменений за анализируемый период не произошло: дивиденды по-прежнему остаются нестабильными, количество компаний-плательщиков невысоко. Это объясняется, с одной стороны, наличием перспективных инвестиционных проектов, нуждающихся в финансировании, с другой – финансовыми рисками и оппортунизмом крупнейших акционеров и менеджмента компаний. Обнаружены существенные улучшения в работе органов управления в отношении регулярности проводимых заседаний и собраний, усилилась фондовая активность компаний за счет деятельности со стороны головных компаний, занимающихся привлечением независимых директоров, открытием комитетов при Совете директоров, выплате вознаграждений их членам и выходу на фондовые рынки как российские, так и зарубежные. В отношении структуры собственности наблюдаются отрицательные тенденции, заключающиеся в концентрации собственности в дочерних и зависимых предприятиях в руках головных

компаний, хотя данную тенденцию не всегда можно оценивать негативно, поскольку зачастую это обусловлено стремлением ограничить доступ к внутренней информации и снизить риски национализации.

Также было выявлено существенное различие в уровне развития корпоративных институтов между головными и дочерними компаниями. В дочерних компаниях индекс качества корпоративного управления не превысил 2,5 балла (из 10 возможных). При этом различий между группами дочерних компаний по основному виду деятельности также не было обнаружено: например, если в одном направлении доминировали добывающие компании, то в другом они оказывались на последнем месте. Уровень развития корпоративных институтов в головных компаниях значительно выше уровня дочерних предприятий, и они не перестают совершенствовать свою систему корпоративных отношений.

Среди объективных причин наблюдаемой картины были выделены следующие.

Во-первых, головные нефтегазовые компании первыми поняли необходимость развития корпоративных институтов для выхода на западные рынки капитала и увеличения капитализации компаний.

Во-вторых, акционерами этих компаний зачастую уже были иностранные инвесторы, оказывавшие определенное давление на контролирующих акционеров и менеджмент в связи с несоблюдением стандартов уровня развития корпоративных институтов, принятых в развитых странах.

В-третьих, они первыми смогли выделить необходимые ресурсы на проведение реорганизации своих систем корпоративных отношений, в том числе привлечение специалистов и внешних консультантов.

В-четвертых, привлечение инвестиций, являющееся основной целью развития корпоративных институтов, – это одна из основных функций головных компаний.

В-пятых, они являются основными акционерами дочерних и зависимых предприятий и не нуждаются в их высоком уровне развития корпоративных институтов, напротив, не заинтересованы в размывании собственности.

Анализ эффективности управления капиталом в нефтегазовых компаниях также позволил сделать ряд выводов. Во-первых, было обнаружено, что благоприятная рыночная конъюнктура, наблюдаемая в последние годы анализируемого периода, оказала значимое положительное влияние на объемы собственных средств компаний нефтегазовой отрасли. При этом из-за слабой активности данного сектора в отношении дивидендных выплат, наиболее возросли объемы нераспределенной прибыли, что характерно, в первую очередь, для дочерних и зависимых предприятий в связи с особенностями их структуры собственности.

Во-вторых, было обнаружено, что с ростом объемов собственных средств возросли и инвестиционные потребности компаний, что привело

к активному привлечению капитала из внешних источников. При этом было отмечено, что несмотря на характерную для России высокую стоимость заемного капитала, он по-прежнему остается основным источником привлечения финансовых ресурсов для инвестиционных проектов, что было объяснено слабым развитием фондового рынка. В качестве подтверждения был приведен факт существенного количества неудачных выпусков ценных бумаг нефтегазовыми компаниями. Доступ же к мировым фондовым рынкам для большинства компаний остается закрытым. Как показал анализ, выход из сложившейся ситуации компании данного сектора нашли в организации внутреннего финансового рынка, что стало возможным благодаря неравномерному распределению потоков прибыли среди отдельных «подотраслей» нефтегазовой промышленности. В результате этого существенные займы и кредиты были предоставлены другими организациями холдинга, в котором они находятся.

В-третьих, было обнаружено, что под влиянием указанных тенденций структура капитала нефтегазовых компаний на протяжении анализируемого периода претерпевала существенные изменения:

1) наблюдались волнообразные изменения значения финансового левериджа, не совпадающие по отдельным группам компаний в зависимости от их вида основной деятельности, что подтверждает наши замечания о наличии внутреннего финансового рынка;

2) отмечался постоянный рост долговой нагрузки при сокращении ее досрочной составляющей.

Это обусловлено, с одной стороны, ростом объемов производства и, соответственно, ростом потребности в оборотном капитале, а с другой – увеличением нераспределенной прибыли, используемой в инвестиционных целях, и, соответственно, снижением потребности в долгосрочном заемном капитале.

В результате был сделан вывод о необходимости внесения изменений в их инвестиционно-финансовую политику для изменения структуры источников финансирования в пользу долгосрочных заемных средств и выпуска ценных бумаг. Это позволит нефтегазовым компаниям привлечь финансовые ресурсы для повышения собственной конкурентоспособности и обеспечения стабильного роста, что подтверждает актуальность проводимого исследования.

Для верификации основной гипотезы исследования о наличии влияния развития корпоративных институтов в нефтегазовых компаниях на их долговую нагрузку, являющуюся показателем структуры капитала, была сформулирована эконометрическая модель, которая в общем виде может быть представлена следующим образом:

$$\begin{aligned} capital_{it} = & cons + \beta_1 \times corgov_{it} + \beta_2 \times age_{it} + \beta_3 \times ln_sales_{it} + \\ & + \beta_4 \times FA/TA_{it} + \beta_5 \times ebitda/ta_{it} + \beta_6 \times sphere_{it} + \varepsilon_{it}, \end{aligned} \quad (1)$$

где $capital_{it}$ – показатель структуры капитала; β_i – вектор коэффициентов модели; $corgov_{it}$ – показатель качества корпоративного управления; age_{it} – бинарная переменная, показывающая, является ли данное предприятие приватизированным; ln_sales_{it} – размер компании (натуральный логарифм валовой выручки); FA/TA_{it} – обеспеченность основными фондами (соотношение основных средств и активов компании); $ebitda/ta_{it}$ – инвестиционная привлекательность компании (соотношение операционной прибыли до выплаты процентов, налогов и амортизации и общих активов компании); $sphere_{it}$ – основной вид деятельности, отражающий место компании в корпорации (1 – управление, 2 – добыча, 3 – разведка, 4 – переработка, 5 – сбыт); $cons$ – константа; ε – случайный член.

В представленной модели в качестве *зависимой переменной* выступили отобранные показатели структуры капитала:

1) коэффициент концентрации, или показатель общей долговой нагрузки (соотношение общей величины заемного капитала (процентный долг) и общей величины активов), как основной показатель эффективности управления капиталом, значения которого могут сигнализировать потенциальному инвестору (или кредитору) как о высоком профессионализме руководства компании, так и о высокой вероятности банкротства или недостаточном использовании потенциала предприятия;

2) показатель долгосрочной долговой нагрузки (соотношение долгосрочного заемного капитала и общей величины активов), выбор которого был обусловлен различием в целях привлечения долгосрочного и краткосрочного заемного капитала: краткосрочный заемный капитал, как правило, представляет собой товарный кредит, в то время как в данном эмпирическом исследовании интерес представляет привлечение средств на финансирование инвестиционных проектов компании.

В качестве *независимых переменных*, помимо показателя качества корпоративного управления и корпоративной интеграции (отраслевая принадлежность компании) были использованы детерминанты структуры капитала, относящиеся к индивидуальным факторам (характеристики компании): возраст и размер компании, размер основных средств компании и ее инвестиционная привлекательность.

Для оценки качества корпоративного управления российских нефтегазовых компаний была выработана соответствующая методика. Она включает в себя 39 параметров, являющихся основополагающими в его определении, на основе 27 из которых строится интегрированный показатель – индекс корпоративного управления (см. таблицу).

При расстановке баллов и весов были учтены требования российского законодательства к системе корпоративных отношений, российские представления о высоком качестве корпоративного управления, изложенные в российском Кодексе КП РФ, особенности российской модели корпорации и особенности нефтегазовой отрасли.

Система оценивания параметров качества корпоративного управления

Параметры	Система оценки	
	Количество баллов	Вес, %
1. Информационная открытость		35
количество доступных годовых отчетов*	1 – при его наличии за данный год, 0 – при отсутствии	
количество доступных квартальных отчетов*	от 1 до 4 баллов по числу таковых за данный год	
количество доступных отчетов в формате МСФО*	1 – при наличии за данный год, 0 – при отсутствии	
наличие корпоративного сайта*	1 – при его наличии в данном году, 0 – при отсутствии	
количество документов, регламентирующих деятельность компании*	0 – отсутствие документов или наличие только Устава; 1 – наличие, кроме Устава, положений по общему собранию акционеров, исполнительным органам, Совету директоров и ревизионной комиссии; 2 – при наличии дополнительных документов, раскрывающих информационную политику, положения о комитетах и пр.	
наличие Кодекса Корпоративного управления*	1 – при его наличии в данном году, 0 – при отсутствии	
2. Дивидендная политика		12
факт выплаты дивидендов за отчетный период	5 – при положительном ответе, 0 – при отрицательном	
размер дивидендов на 1 обыкновенную акцию*	1 – при размере дивидендов до 10 р. за акцию, 2 – при размере 10–50 р., 3 – при размере 50–100 р., 4 – при размере 100–200 р., 5 – более 200 р.	
3. Органы управления		25
наличие единоличного исполнительного органа*	1 – при его наличии в данном году, 0 – при отсутствии	
наличие коллегиального исполнительного органа*	1 – при его наличии в данном году, 0 – при отсутствии	
наличие Совета директоров*	1 – при его наличии в данном году, 0 – при отсутствии	
наличие должности Секретаря Совета*	1 – при его наличии в данном году, 0 – при отсутствии	
общее число директоров в Совете директоров*	2 (5–9 директоров), 1 (более 9 директоров) и 0 (менее 5),	
число независимых членов в Совете директоров*	от 0 до 3 по их числу (при наличии 4 и более независимых директоров переменная также принимает значение 3)	
число Общих собраний акционеров	1 (3 и более) и 2 (1–2 собраний)	
число заседаний Совета	2 (8–12 раз в год) и 1 (менее 8 и более 12 раз)	
наличие вознаграждения членам Совета директоров	2 – при его наличии в данном году, 0 – при отсутствии	
размер вознаграждения членам Совета директоров*	1 (до 120 тыс. р. в год) и 2 (более 120 тыс. р. в год)	

Окончание таблицы

Параметры	Система оценки	
	Количество баллов	Вес, %
наличие комитетов при Совете директоров	1 – при его наличии в данном году, 0 – при отсутствии	
количество комитетов при Совете директоров*	1 (1–2 комитета) и 2 (3 и более комитета)	
4. Фондовая активность		11
котируемость акций компании на российских биржах	0 (при отрицательном ответе) и 3 (при положительном) балла	
котируемость акций компании на зарубежных биржах	0 (при отрицательном ответе) и 3 (при положительном) балла	
количество российских фондовых бирж, на которых котируются акции компании*	от 1 (1–2 торговые площадки) до 2 (при обращении акций более чем на 2 биржах)	
количество зарубежных фондовых бирж, на которых котируются акции компании*	от 1 (1–2 торговые площадки) до 2 (при обращении акций более чем на 2 биржах)	
5. Структура собственности		17
наличие собственника с контрольным пакетом акций*	0 (при положительном ответе) и 5 (при отрицательном)	
доля крупнейшего собственника*	2 (до 10%), 1 (10–25%) и 0 (более 25%)	
доля иностранных лиц*	0 (0%), 1 (до 10%), 2 (10–30%) и 3 (более 30%)	

Примечание. * Использовались при построении третьей эконометрической модели (модель 3).

Предложенная методика обладает рядом преимуществ: во-первых, все параметры оценки актуальны для нефтегазовых компаний; во-вторых, перечень представляет собой оптимальный набор показателей оценки качества корпоративного управления для заинтересованного лица: они просты для понимания, касаются всех основных моментов, и сбор данных по ним не представляет сложности для него благодаря обязательности их раскрытия в соответствии с законодательством РФ; в-третьих, методика является универсальной в отношении принципов формирования индекса, т.е. может быть использована для оценки качества корпоративного управления в любых других секторах промышленности.

В зависимости от используемого показателя качества корпоративного управления представленная модель имела три вида:

модель 1 – интегрированный показатель качества корпоративного управления (индекс КУ):

$$corgov_{it} = index_{it}; \quad (2)$$

модель 2 – совокупность интегрированных оценок по блокам параметров (субиндексы КУ):

$$corgov_{it} = indinf_{it} + inddiv_{it} + indpower_{it} + indexc_{it} + indshare_{it}, \quad (3)$$

где $indinf_{it}$ – субиндекс «информационная открытость»; $inddiv_{it}$ – субиндекс «дивидендная политика»; $indpower_{it}$ – субиндекс «структура и работа органов управления»; $indexc_{it}$ – субиндекс «фондовая активность»; $indshare_{it}$ – субиндекс «структура собственности»;

модель 3 – совокупность отдельных параметров корпоративного управления:

$$corgov_{it} = \sum x_{it}, \quad (4)$$

где x_{it} – параметры корпоративного управления из таблицы под знаком *.

Таким образом, первоначальная модель имела 6 модификаций.

С учетом того, что нефтегазовые компании могут в тот или иной год не прибегать к привлечению инвестиций из определенного источника, что не зависит от уровня развития корпоративных институтов на данном этапе, при проведении регрессионного анализа были использованы модель анализа цензурированных выборок – tobit-модель – и метод максимального правдоподобия, оценки которого состоятельны и асимптотически эффективны. Во избежание проблем с гетероскедастичностью, были заданы робастные стандартные ошибки.

Эконометрический анализ дал ряд значимых результатов.

Во-первых, было выявлено влияние развития корпоративных институтов на формирование структуры капитала нефтегазовых компаний России: корпоративная интеграция является одним из определяющих факторов долговой нагрузки, а развитие механизмов снижения агентских издержек ведет к снижению общей долговой нагрузки в компаниях данного сектора. Последнее говорит о том, что при совершенствовании системы корпоративных отношений нефтегазовая компания переключается с заемного капитала на альтернативный источник финансирования инвестиций – выпуск дополнительного количества акций, что ведет к снижению доли займов и кредитов в общих активах компании. С одной стороны, это может говорить о том, что развитие механизмов снижения агентских издержек в нефтегазовой компании способствует росту эффективности управления финансовыми средствами со стороны менеджмента компании, что позволяет улучшить структуру капитала. Это справедливо, учитывая выявленные ранее перекосы в структуре источников финансирования в сторону заемного капитала и, соответственно, чрезмерные издержки на капитал в нефтегазовых компаниях. С другой стороны, полученный результат может служить подтверждением теории агентских отношений, которая

гласит, что долговая нагрузка может служить инструментом дисциплинирования менеджера при разделении собственности и контроля и слабой развитости системы корпоративных взаимоотношений. Поскольку нефтегазовые компании действительно характеризуются разделением собственности и контроля и высокими издержками, связанными с оппортунизмом менеджеров (например, вывод активов), то справедливо предположить, что собственники нефтегазовых компаний активно используют повышенную долговую нагрузку как инструмент дисциплинирования, а рост качества корпоративного управления снимает необходимость в таких действиях. Тем не менее это объяснение также говорит в пользу роста эффективности управления капиталом (отказ от чрезмерной долговой нагрузки) благодаря развитию механизмов снижения агентских издержек.

Во-вторых, гипотеза о значимости развития корпоративных институтов при привлечении долгосрочного заемного капитала нашла лишь частичное подтверждение: корпоративная интеграция по-прежнему является определяющим фактором, в то время как развитие механизмов дисциплинирования менеджмента не оказывает влияния на долгосрочную составляющую долговой нагрузки. Было выдвинуто предположение, что или при использовании заемного капитала как инструмента дисциплинирования менеджмента акционерам безразличен срок его привлечения и его целевое назначение, а важен только общий объем привлеченного капитала, или рост эффективности управления финансовыми средствами не предполагает постепенного снижения долгосрочной долговой нагрузки.

В-третьих, было выявлено, что на долговую нагрузку нефтегазовых компаний как показатель их структуры капитала оказывают влияние следующие факторы:

- 1) размер компании (положительное влияние на соотношение долгосрочной части заемного капитала и активов компании);
- 2) обеспеченность основными средствами (положительное влияние);
- 3) инвестиционная привлекательность, измеренная через рост соотношения прибыли до уплаты процентов, налогов и амортизации (EBITDA) и активов компании (отрицательное влияние), что может служить подтверждением наличия внутреннего финансового рынка.

В-четвертых, было выявлено, что на долговую нагрузку нефтегазовых компаний ни один из субиндексов качества корпоративного управления не оказывает значимого воздействия. Это говорит о значимости общего уровня развития механизмов дисциплинирования менеджмента для повышения эффективности управления капиталом в нефтегазовой компании. Исключение составил только субиндекс фондовой активности, которая согласно результатам регрессионного анализа снижает долговую нагрузку, что логично, поскольку выход на фондовые рынки осуществляется нефтегазовыми компаниями с целью привлечения капитала с помо-

щью дополнительного выпуска акций, что увеличивает размер их собственного капитала.

В-пятых, в ходе анализа были выявлены отдельные параметры системы корпоративных отношений, оказывающие влияние на соотношение заемного капитала и активов компании: наличие годовой и квартальной отчетности в свободном доступе (положительное влияние), число акционеров (положительное влияние), доля крупнейшего акционера (положительное влияние), доля государства в уставном капитале компании (положительное влияние).

Полученные результаты позволяют сформировать набор факторов, облегчающих привлечение финансовых средств для реализации инвестиционных проектов, и, таким образом, обеспечивающих устойчивое развитие нефтегазовых компаний России:

- развитие корпоративных институтов;
- увеличение объемов продаж и, как следствие, рост валовой выручки;
- увеличение объемов прибыли до уплаты процентов, налогов и амортизации (EBITDA) по сравнению с активами компании;
- повышение информационной открытости компании;
- сохранение концентрированного контроля на предприятии при одновременном привлечении новых акционеров.

В качестве гарантов устойчивого развития компании из нефтегазового сектора России выступают участие государства в корпоративных отношениях и крупный размер ее основных фондов как демонстрирующие высокую надежность компании при реализации инвестиционных проектов.

Полученные результаты могут быть адресованы следующим группам заинтересованных лиц:

органам государственной власти, занимающимся регулированием корпоративных отношений, повышением конкурентоспособности промышленности России и инвестиционной привлекательности крупнейших предприятий страны;

собственникам и менеджменту компаний нефтегазовой отрасли промышленности в отношении повышения эффективности управления членами вертикально интегрированных холдингов нефтегазовой отрасли, обеспечения их устойчивого роста и повышения конкурентоспособности на мировой и российском рынках, а также в отношении оценки уровня развития корпоративных институтов.